

"La retribución de los administradores, el principio de sostenibilidad y los objetivos ASG/ESG"

Tomás J. Arecha y Jesús Olavarria Iglesia

Sumario

La remuneración variable de los administradores, históricamente vinculada a la creación de valor y orientada a alinear intereses con los accionistas, evolucionó desde esquemas fijos hacia modelos principalmente variables, muchas veces ligados al valor bursátil mediante *stock options*. Tras la crisis financiera de 2007-2008, este enfoque fue cuestionado por su desvinculación del control de riesgos, impulsando en Europa y Estados Unidos regulaciones que incorporaron el principio de sostenibilidad, entendido como rentabilidad a largo plazo y gestión prudente.

Inicialmente centrado en la estabilidad financiera, el principio de sostenibilidad se amplió con la incorporación de criterios ESG (ambientales, sociales y de gobierno corporativo). La vinculación de la compensación variable a objetivos ESG pretende fomentar la responsabilidad social corporativa, pero plantea desafíos: la amplitud y vaguedad de dichos objetivos, el incremento de la discrecionalidad directiva, los conflictos de interés en su fijación y evaluación, y las dificultades de control y supervisión.

No obstante, se argumenta que su adopción puede mejorar la reputación corporativa, fidelizar clientes, atraer inversión institucional y generar valor a largo plazo. El éxito de estos sistemas exige definir con precisión los objetivos ESG y utilizar herramientas de medición objetivas.

La remuneración variable de los administradores, sujeta al cumplimiento de objetivos, se presenta en un sentido instrumental, desde el que el ordenamiento persigue lograr a través de este tipo de remuneración que la gestión de la actividad de la sociedad se realice de la mejor forma para la consecución de los intereses sociales, de modo que, a través del sistema remunerativo y las condiciones para el pago de la retribución variable, se pueden orientar los objetivos o fines hacia donde se debe dirigir la gestión de la sociedad.

A partir de la concepción clásica de los principios del gobierno corporativo los sistemas de remuneración de los administradores estaban orientados a la creación de valor de modo de alinear los intereses de los administradores y accionistas. Los regímenes remunerativos pasaron de ser fijos a principalmente variables, sujeto muchas veces en el valor bursátil de las sociedades por los planes de *stock options*, cuya única base de cálculo correspondía al beneficio financiero a corto plazo. La metodología ampliamente aplicada consistía en la materialización de la remuneración mediante planes de opciones sobre acciones.

Este modelo remunerativo, orientado originariamente a la creación de valor, quedó fuertemente cuestionado a partir de la crisis financiera mundial que comenzó en el año 2007. A partir de dicha crisis, desde el año 2008 se dio especialmente en Europa y los Estados Unidos un nuevo impulso a la regulación de la retribución¹, motivado en que resultó ampliamente aceptado que una de las

¹ Explica Quijano González que la crisis produjo un "...inegable impacto: generosas modalidades de retribución, normalmente de alcance variable y diferido, que se establecieron en la precedente etapa de expansión y de beneficio creciente, han producido sus efectos en los momentos más delicados de la crisis, precisamente cuando el contraste entre las condiciones de solvencia, o las expectativas a futuro, de las empresas deudora de la remuneración fijada y el volumen o las condiciones de ésta era mayor. De modo que el brusco cambio de circunstancias acaecido desde que las remuneraciones fueron pactadas hasta que debían ser satisfechas, ha provocado la natural inquietud de la opinión pública, y un asunto que hasta hace poco tiempo se analizaba como una cuestión de corrección jurídica, y no tanto de proporciones, se ha convertido en un tema candente de ética empresarial, objeto de nuevas propuestas y de nuevas reglas".

concausas de la crisis económica fue la falta de regulación adecuada en materia de retribución de los administradores de sociedades y, en particular, de las que integran el sector financiero², al desvincularse los sistemas de remuneración y el control de riesgos.

En dicho marco se incorpora a los sistemas legales retributivos el principio de sostenibilidad que promueve la rentabilidad y sustento financiero a largo plazo de la compañía.

Esta orientación implica incorporar las cautelas necesarias para evitar la asunción excesiva de riesgos y prevenir una gestión especulativa. En última instancia, busca fomentar la sostenibilidad de la rentabilidad de la compañía y garantizar que los posibles riesgos estén cubiertos. Basándonos en este principio, la creación de valor debe ser sostenida y continua a lo largo del tiempo, independientemente de la duración de los contratos de los ejecutivos y ponderando que los administradores no se los incentive a asumir riesgos excesivos para cumplir con los objetivos que le permiten la percepción de remuneraciones variables³.

El principio de sostenibilidad quedó plasmado a través de la Recomendación 2009/385/CE que estableció nuevas recomendaciones en la materia, teniendo en consideración que las remuneraciones de los administradores constituía un tema central por los excesos retributivos constatados. En ese marco, recomienda: i) la estructura remunerativa debe favorecer la sostenibilidad de las empresas a largo plazo y garantizar que la remuneración se base en los resultados; ii) imponer límites a los componentes variables, y disponer que ellos se aplacen en el tiempo; iii) imponer límites a la indemnizaciones por cese, entendiendo prudente que se establezcan en el valor correspondiente a la remuneración anual de dos años tomando en consideración exclusivamente los componentes fijos; iv) establecer un plazo adecuado para el ejercicio de las opciones de compra de acciones, entendiendo que la propiedad de las acciones no debe hacerse efectiva hasta transcurridos tres años desde su adjudicación, y; v) propone que al menos uno de los miembros del comité de remuneraciones tenga conocimientos y experiencia efectiva en materia de política de remuneraciones. Como lo expresa Quijano González, la nueva configuración de la política de remuneración establecida por la Recomendación puso énfasis en el sometimiento de límites de los componentes variables, con propuestas que poco tiempo antes hubieran parecido sorprendentes e insensatas, pero que los acontecimientos económicos han llenado de prudencia y lógica⁴.

Ahora bien, el principio de sostenibilidad era originariamente entendido a partir del concepto de sostenimiento financiero perdurable de la compañía, sin embargo, ha sufrido una nueva reinterpretación a partir de la incorporación de los criterios ESG a los fines sociales. Esta reciente tendencia lleva a que a los fines de garantizar el cumplimiento de los objetivos sociales,

(QUIJANO GONZÁLEZ, Jesús, “La reciente evolución en el Derecho Español”, en AA.VV., *Estudios de derecho mercantil en homenaje al profesor José María Muñoz Planas*, 1ª edición, Pamplona, Ed. Civitas, 2011, p. 684). A su vez, la Exposición de Motivos de la Ley 31/2014 de España da cuenta de ello al expresar que: “Por otra parte, los líderes de la Unión Europea y del G-20 coinciden en señalar que la complejidad en la estructura de gobierno corporativo de determinadas entidades, así como su falta de transparencia e incapacidad para determinar eficazmente la cadena de responsabilidad dentro de la organización, se encuentran entre las causas indirectas y subyacentes de la reciente crisis financiera. Efectivamente, tanto entidades financieras como empresas de carácter no financiero se han visto afectadas por la asunción imprudente de riesgos, por el diseño de sistemas de retribución inapropiados, así como por la deficiente composición de los órganos de dirección y administración. En consecuencia, el gobierno corporativo ha vivido un renovado impulso. Así se plasmó en la declaración de Pittsburgh de septiembre de 2009 o en la publicación en el año 2011 del Libro Verde para analizar la eficacia de la regulación no vinculante sobre gobierno corporativo por parte de la Comisión Europea, que dejaba la puerta abierta a una mayor regulación sobre gobierno corporativo en normas de carácter vinculante.”

² VÁZQUEZ LEPINETTE, Tomás, “La retribución de los administradores en tiempos de crisis: nuevos hechos, nuevo derecho. Especial referencia al Anteproyecto de Ley de Economía Sostenible”, RDBB, n° 118, abril/junio 2010, p. 204 y LEÓN SANZ, Francisco J., La política de remuneraciones de los administradores en las sociedades de capital”, RDM, n° 324 (abril-junio 2022); JUSTE, Javier, “La retribución de los administradores en las sociedades de capital”, RDM, N° 316, Abr-Jun 2020.

³ LEÓN SANZ, Francisco J., “La política de remuneraciones de los administradores en las sociedades de capital”, RDM n° 324, abril-junio 2022

⁴ QUIJANO GONZÁLEZ, Jesús, “Retribución de Consejeros y Directivos: la reciente evolución en el Derecho Español”, en PILOÑETA ALONSO, Luis Manuel y IRIBARREN BLANCO, Miguel (Coord.), *Estudios de derecho mercantil en homenaje al profesor José María Muñoz Planas*, 1ª edición, Pamplona, Ed. Civitas, 2011, p. 699.

medioambientales y de gobierno corporativo se haya vinculado la remuneración variable de los administradores al cumplimiento de determinados objetivos ESG para fomentar la responsabilidad social corporativa³⁴.

Es así que al concepto tradicional del criterio de sostenibilidad se ha unido como un factor de su composición la incorporación de objetivos no financieros entendiendo que los mismos son requeridos para una estrategia de inversión a largo plazo y sostenible⁵.

Si bien esta nueva tendencia aparece como loable, no son pocos los interrogantes que se plantean en cuanto a su eficacia y control.

En el contexto actual, si bien el objetivo de esos planes de retribución vinculados al valor de la acción u a otros valores financieros sigue teniendo un peso considerable entre los objetivos que se pretenden impulsar, se han incorporado nuevos objetivos que responden a los fines de responsabilidad social, medioambiente, sostenibilidad y gobierno corporativo^{6 7 8}. De tal modo, se vincula la remuneración variable al cumplimiento de determinados objetivos no financieros.

La incorporación de criterios no financieros en la remuneración obedece a un debate recurrente en las grandes sociedades anónimas: la determinación de para quien o quienes deben gestionar los administradores⁹. Desde principios de este nuevo siglo renace el debate sobre si el

⁵ Así lo destaca el Preámbulo de la Ley 5/2021 “...Otro potencial efecto adverso de las estrategias de inversión cortoplacistas es que influyen en que la sociedad cotizada se centre esencialmente en el rendimiento financiero en beneficio exclusivo de sus accionistas. Los demás objetivos no financieros de la sociedad cotizada y los intereses de otros grupos de interés, y muy especialmente de sus trabajadores, pasan así a un segundo plano de la estrategia corporativa. Por el contrario, las estrategias de inversión a largo plazo integran de forma natural otros objetivos no financieros, como el bienestar de los trabajadores y la protección del medio ambiente, garantizando la sostenibilidad de las empresas en el largo plazo. Y es que aquellas empresas viables en la sociedad y en el medio ambiente, son también más sostenibles económicamente en el medio y largo plazo”.

⁶ LEÓN SANZ, Francisco J., “La política de remuneraciones de los administradores en las sociedades de capital”, *RDM* n° 324, abril-junio 2022.

⁷ Un estudio realizado sobre 4.951 empresas de 21 países, entre los años 2011 y 2021 demuestra que la práctica de vincular la remuneración de los ejecutivos a criterios ESG se ha consolidado ampliamente:

Año	Empresas analizadas	Firmas que vinculan remuneración a ESG	% de firmas que usan ESG
2011	887	21	2,87%
2012	1,281	72	5,62%
2013	1.411	140	9,92%
2014	1.625	189	11,63%
2015	1.805	233	12,91%
2016	1.859	276	14,85%
2017	3.107	407	13,10%
2018	3.244	489	15,07%
2019	3.549	715	20,15%
2020	3.835	1.198	31,24%

Los datos del año 2021, si bien el informe no los determina como definitivos, estima el porcentaje de firmas que utilizan el cumplimiento de objetivos ESG relacionados a la remuneración en un 38%.

Fuente: COHEN, Shira, KADACH, Igor y REICHELSTEIN, Stefan, “Executive compensation tied to ESG performance: International Evidence”, *Finance Working Paper* n° 825/2022, abril 2022, European Governance Institute, disponible en <https://ssrn.com/abstract=4097202>

⁸ En el ámbito español, el 54% de empresas del Ibex 35 contaba a cierre de 2020 con algún sistema de remuneración variable ligado al cumplimiento de objetivos de sostenibilidad. Fuera del índice, el 18% de las empresas cotizadas españolas tenía bonus vinculados al desempeño en aspectos ambientales, sociales y de buen gobierno corporativo (*Diario El Economista*, 23/02/2022, disponible en <https://www.eleconomista.es/inversion-sostenible-asg/amp/11629095/El-54-de-empresas-del-Ibex-cuenta-con-bonus-ligados-a-la-sostenibilidad>).

⁹ Como bien lo explica Recalde la historia muestra vaivenes sucesivos entre quienes promueven la exclusiva defensa del interés o los intereses de los accionistas, y los que identifican un interés abstracto de la sociedad que deben incorporar en la gestión a la luz de

gobierno de la sociedad solo debería perseguir el interés de los accionistas o, en su caso, la administración debiera tomar en cuenta otros intereses que convergen en la empresa. Es una reacción que se genera a partir de la preocupación creciente por los daños que causan las sociedades cuando solo persiguen el fin de aumentar el valor de las acciones. La demanda de una legitimación ética, social y política de la empresa en un momento se calificó como responsabilidad social corporativa (RSC); en los últimos años se muestra bajo nuevos logos como el de la “sostenibilidad” o el de la atención al entorno Ambiental, de la Sociedad y al buen Gobierno (ASG en el acrónimo español; en inglés ESG —*Envaronen, Social, Gobernante*— que es el que se utilizará aquí por su amplia difusión)¹⁰.

A través de la remuneración de los administradores vinculada al cumplimiento de objetivos ESG se establece un método de incentivos para la consecución de una implicación efectiva en los fines de responsabilidad social corporativa.

La Directiva (UE) 2017/828, de 17 de mayo de 2017, que modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que concierne al fomento a largo plazo de los accionistas ha tenido un papel fundamental. La Directiva mencionada ha sido incorporada al derecho español por la sanción de la ley 5/2021¹¹.

La reforma del año 2021 ha incorporado al artículo 529 novodecies, 3 d) Ley de Sociedades de Capital que dispone que la Política de Remuneraciones deberá cumplir con el siguiente requisito: “cuando una sociedad conceda remuneración variable, la política de remuneraciones establecerá criterios claros, completos y variados para esa concesión y señalará los criterios de rendimiento financiero y no financiero, incluidos, en su caso, los relativos a la responsabilidad social de las empresas, explicando la forma en que contribuyen a la consecución de los objetivos establecidos en la letra a)¹², y los métodos que deben aplicarse para determinar en qué medida se han cumplido los criterios de rendimiento”. Por su parte, se ha modificado el artículo 541 de la LSC relativo al informe anual sobre las remuneraciones de los consejeros, cuyo contenido, deberá incluir una explicación de cómo la remuneración total de los consejeros devengada en el ejercicio contribuye al rendimiento sostenible y a largo plazo de la sociedad e información sobre la manera en que se han aplicado los criterios de rendimiento. En base a la reforma señalada, el cumplimiento de los objetivos ESG no es ya una opción para las sociedades cotizadas sino que se impone como un deber, no solo para la propia sociedad, sino también para sus administradores¹³.

intereses de otros vinculados a su actividad. En los EEUU se impone después del primer tercio del siglo XX un modelo de gobierno corporativo en el que se atribuye a los *managers* un amplio poder para equilibrar las demandas de grupos diversos, asignándoles una porción de la renta, lo que les faculta a gobernar las corporaciones incluyendo un espíritu de servicio público. En la misma época en Alemania se identifica un interés propio de la empresa “en sí” (*Unternehmen an sich*) a cuya tutela se debe encaminar la gestión en aras del bien común. Hace cincuenta años se produce un cambio radical cuando en la literatura económico-financiera se sostiene que la gestión de las grandes corporaciones solo debería guiarse por incrementar el valor que los accionistas atribuyen a su participación (*shareholders value*). Ese valor, además, se fija por referencia al de las acciones (*share value*), presuponiendo la hipótesis de que los mercados de capitales son eficientes en la fijación del valor de la empresa. El rechazo a cualquier tinte institucionalista se sostiene desde la perspectiva del interés público. La cuestión de “para quién” debe gestionarse la sociedad anónima únicamente debe atender al beneficio económico de los accionistas (RECALDE CASTELLS, Andrés Juan, “La inclusión de objetivos públicos en la gestión de las sociedades de capital”, en MARTÍNEZ FLORES, Aurora y BERMEJO GUTIÉRREZ, Nuria (Coord.), *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Ricardo Alonso Soto*, Madrid, Ed. Civitas, p. 3), disponible en <https://ssrn.com/abstract=4072486>

¹⁰ RECALDE CASTELLS, Andrés Juan, “La inclusión de objetivos...”, ob. cit, p. 6.

¹¹ Ley 5/2021, del 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, BOE nº 88 del 13 de abril de 2021.

¹² Art. 529 novodecies LSC: “3. La política de remuneraciones deberá cumplir los siguientes requisitos: a) deberá contribuir a la estrategia empresarial y a los intereses y la sostenibilidad a largo plazo de la sociedad y explicar de qué modo lo hace.”

¹³ LEÓN SANZ, Francisco J., “Criterios ESG y remuneración...”, ob. cit.

La compensación variable, que se establece en función de objetivos no financieros, se determina según las políticas de la entidad en relación con la responsabilidad social, medioambiental y gobierno corporativo. La definición de los objetivos y su evaluación deben llevarse a cabo utilizando una metodología confiable que considere tanto los aspectos cualitativos como los cuantitativos¹⁴. Incluso se ha sostenido que los objetivos de responsabilidad social deberían ser determinados exclusivamente por el poder público de modo de disminuir el margen de discrecionalidad de los administradores en la materia¹⁵. Y es que la utilización del derecho privado para lograr fines públicos puede distorsionar su propia finalidad. La incorporación de fines ESG en el objeto social importa dar lugar a una ampliación de la discrecionalidad empresarial de los ejecutivos y puede suponer una dificultad para la supervisión, rendición de cuentas y exigencia de responsabilidad. Por ello es que la más autorizada doctrina ha expresado que como el interés de los socios está orientado a la rentabilidad de la inversión, la consecución de objetivos ESG debe aparecer subordinado a este interés¹⁶.

La incorporación de objetivos ESG en los planes de incentivos de remuneración para administradores y altos ejecutivos tiene como objetivo fomentar su desarrollo, ya que se busca impulsar su compromiso más allá del cumplimiento de las obligaciones legales establecidas en esta área. La promoción de dichos objetivos descansa en un sistema autorregulado y en la transparencia, de modo que la propia sociedad es la que debe incorporar a los estatutos los objetivos ESG como forma de legitimar la gestión orientada a dichos fines¹⁷.

Si bien los objetivos aparecen como loables, el cumplimiento de los propósitos por lo que se ha incorporado los criterios ESG a la remuneración variable aparecen como limitados. Por una parte, la introducción de intereses heterogéneos en la gestión social potencia la discrecionalidad empresarial y debilita las posibilidades de supervisión y control de la actuación de los administradores¹⁸. A su vez, las dificultades para la determinación de un plan de incentivos orientados a ESG pueden acentuar la situación de conflicto de interés que existe en la determinación de la retribución de los ejecutivos. Las facultades para valorar la adecuación del plan aparecen limitadas¹⁹.

Sin embargo, desde otra perspectiva se sostiene que la incorporación de criterios ESG mejoran la imagen corporativa, la lealtad de los consumidores y se vuelve atractiva para los fondos institucionales de inversión²⁰, por lo que en definitiva puede generar una mayor rentabilidad y valor de la compañía.

Desde nuestro punto de vista, hay un aspecto que genera importantes inconvenientes en la vinculación de la remuneración a criterios no financieros y es que los fines ESG resultan difusos, lo que supone un obstáculo para su determinación específica y para apreciar sus resultados. La ampliación de los

¹⁴ LEÓN SANZ, Francisco J., “La política de remuneraciones...”, ob. cit.

¹⁵ RECALDE CASTELLS, Andrés Juan, “La inclusión de objetivos...”, ob. cit., p. 32.

¹⁶ LEÓN SANZ, Francisco J., “La política de remuneraciones...”, ob. cit.

¹⁷ LEÓN SANZ, Francisco J., “La política de remuneraciones...”, ob. cit.

¹⁸ RECALDE CASTELLS, Andrés Juan, “La inclusión de objetivos...” ob. cit., p. 11; LEÓN SANZ, Francisco J., “La política de remuneraciones...”, ob. cit.

¹⁹ LEÓN SANZ, Francisco J., “La política de remuneraciones...”, ob. cit.

²⁰ El estudio de campo referenciado en la nota 7 demuestra que los fondos de inversión Blackrock, State Street y Vanguard se muestran cada vez más proclives a invertir en aquellas empresas que vinculen la remuneración variable de sus administradores al cumplimiento de objetivos ESG (COHEN, Shira, KADACH, Igor y REICHELSTEIN, Stefan, “Executive compensation tied to ESG performance...”, ob. cit., p. 4).

intereses a contemplar suscita dudas a la hora de determinar su cumplimiento, así como el de los instrumentos de control²¹.

Es por ello que es fundamental tanto definir de manera precisa los objetivos ESG como contar con herramientas econométricas que midan de forma confiable y objetiva los resultados²².

En definitiva, la mayor crítica a estos planes remunerativos se centra en que son los propios administradores son quienes fijan las metas de estos planes de incentivos retributivos —en general, de forma difusa— y quienes además determinan el cumplimiento o no de los objetivos y el consecuente pago de la remuneración^{23 24}.

Los nuevos modelos de remuneración reflejan una tensión estructural entre dos objetivos: garantizar el rendimiento económico exigido por los socios, y promover una gestión empresarial socialmente responsable. Mientras no se logre una formulación precisa y verificable de los objetivos ESG, los planes de incentivos seguirán enfrentando cuestionamientos en cuanto a su legitimidad, eficacia y control.

²¹ LEÓN SANZ, Francisco J., “Criterios ESG y remuneración...”, ob. cit.

²² RECALDE CASTELLS, Andrés Juan, “La inclusión de objetivos...”, ob. cit., p. 35.

²³ En este sentido lo ha expresado Antonio Roncero en la exposición titulada “La vinculación de la retribución de los administradores a la sostenibilidad y criterios de rendimiento no financiero de las sociedades”, Universidad de Valencia, 25 de noviembre de 2022; RECALDE CASTELLS, Andrés Juan, “La inclusión de objetivos...” ob. cit., p. 35.

²⁴ Así lo demuestra el estudio referido en la nota 7 donde se determinó que de las compañías analizadas 884 (90%) tenían un propio sistema de determinación y cumplimiento de objetivos, y sólo 97 (10%) empresas acudían a evaluadores externos para la determinación del cumplimiento de los objetivos ESG (COHEN, Shira, KADACH, Igor y REICHELSTEIN, Stefan, “Executive compensation tied to ESG performance...”, ob. cit., p. 45).